

## 利润结构突变对经济转型的启示

### ——2024年3月工业企业利润分析

#### 核心要点:

4月27日国家统计局发布：1—3月份，规模以上工业企业实现营业收入30.96万亿元，同比增长2.3%（前值4.5%）；1—3月利润累计同比4.3%（前值为10.20%）。3月利润当月同比-3.5%（前值+16.8%）。

1. 1季度利润正增长，主要是1月和2月贡献，3月利润回落。1月和2月生产的快速上行带来了利润的增长。企业考虑到下游的需求情况，3月的生产并未延续1~2月趋势。价格因素在1季度变化不大，对于利润变动贡献度较低。

2. 上中下行业利润仍在大幅跳转中，房地产的低迷压低中游利润。中游行业利润的下行中，69.8%是由非金属矿贡献，黑色金属冶炼、化学原料和化学制品业紧随其后。中游行业中，有色金属、化学纤维和塑料制品业拉动利润上行。下游行业利润上行，主要是由出口带动。

3. 上游行业和下游行业利润发生快速变化，中游行业利润压至最低，行业结构变化加快。1季度上游行业利润占比达到19.7%，石油天然气和黑色金属价格快速上行，中游的产能竞争反而利好上游，带来而来利润结构的扭曲。下游行业利润恢复至60.8%，反而受益于中游行业利润下行。

4. 具体来看，采矿业仍在下行，制造业增速放缓，公用事业继续保持高速增长。设备制造仍是增长重点，电子设备增长明显。汽车制造行业利润受低基数效应维持高增速；计算机通信和电子设备利润增加82.5%，虽有基数效应但两年复合仍为12.5%；铁路船舶航空航天利润保持较高增速；下游消费总体保持平稳，食品类恢复明显。

5. 从利润变化来看，中游行业竞争激烈，产能平衡可能更快在黑色压延、非金属矿加工产业实现。“有效需求不足，部分行业产能过剩”为目前宏观经济的重点，部分产能过剩行业的主动调整已经在中游行业进行。现阶段这种中游行业的竞争惠及了上下游行业，但上游行业更多惠及了海外矿业，随着中游行业的调整下游行业可能紧随其后。

6. 展望后市：全球利率预期波动导致需求放缓，国内政策等待发力。目前美国货币政策可能继续维持高利率，且一季度美国GDP不及预期，美国需求稍有放缓，制造业资本开支周期在高利率环境下依然难以开启，补库存的斜率会较为有限；国内方面专项债二季度发行计划显著大于一季度，发改委也提到对于特别国债“适当增加供给规模”，设备更新等需求端的政策效果还需时间释放。因此整体工业企业利润的复苏还需等待，考虑到去年同期低基数的影响，二季度工业企业营收和利润增速还会维持正值，在三季度或四季度可能将所有突破。

#### 分析师

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：铁伟奥

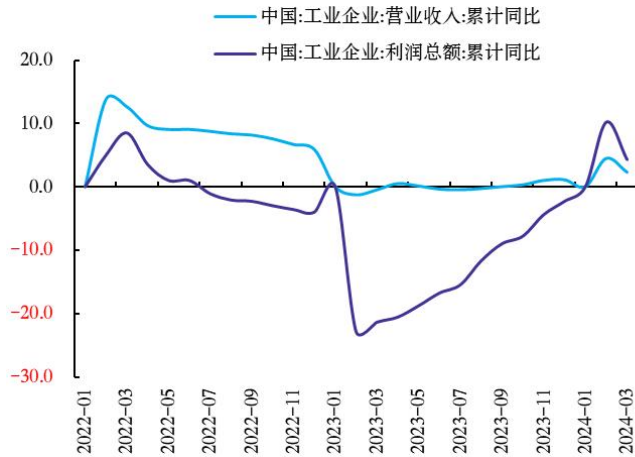
#### 风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 一、工业企业营收和利润有所放缓

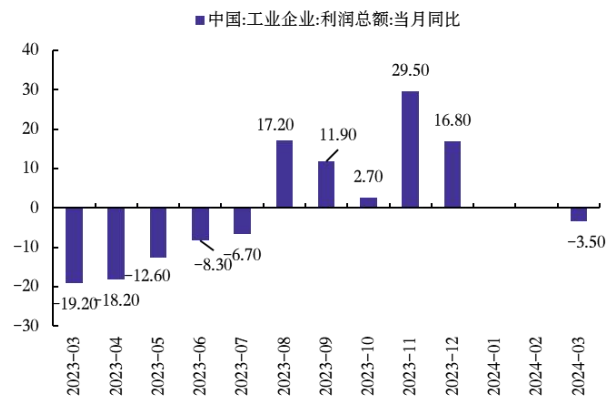
3月工业企业利润增速回到负值。1—3月份，规模以上工业企业实现营业收入30.96万亿元，同比增长2.3%（前值4.5%）；1-3月利润累计同比4.3%（前值为10.20%），两年复合-8.55%。3月利润当月同比-3.5%（前值+16.8%）。

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

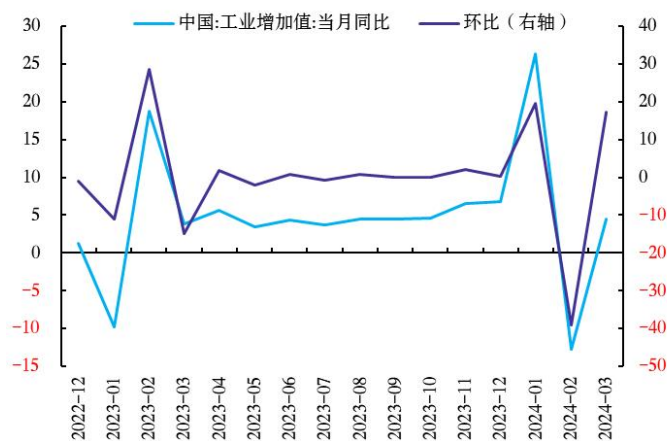
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比：已公布月份（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

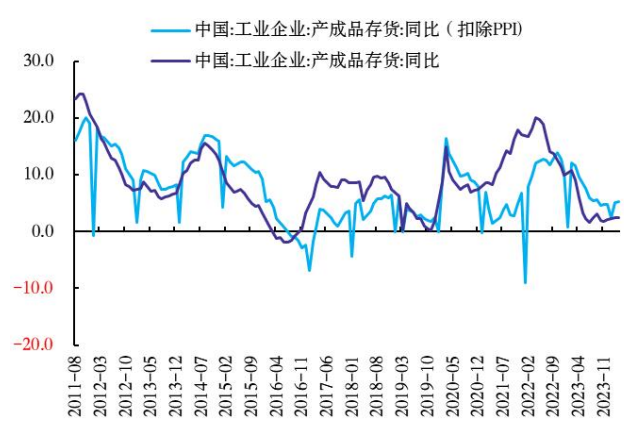
1季度利润正增长，主要是1月和2月贡献，3月利润回落。1月和2月生产的快速上行带来了利润的增长。企业考虑到下游的需求情况，3月的生产并未延续1~2月趋势，1-3月工业增加值累计同比+6.1%（前值+7.0%），3月当月同比+4.5%，环比-0.08%，三大门类增加值全部降速。价格因素在1季度变化不大，3月PPI同比-2.8%，环比下降0.1pct，对于利润变动贡献度较低。

图 3. 工业增加值（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段（%）

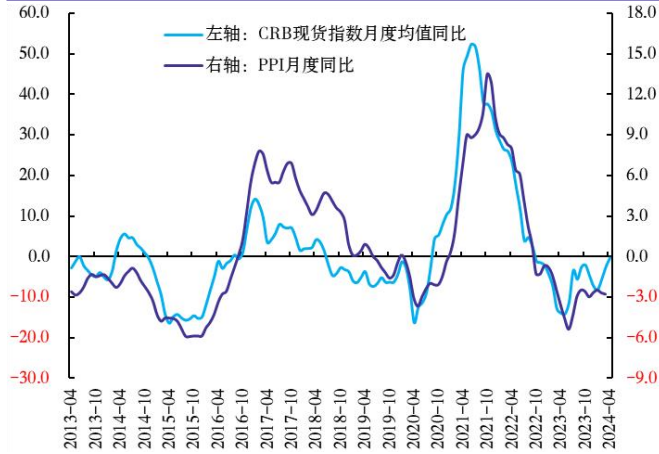


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

工业品库存周期仍在筑底。1-3月工业产成品存货累计同比+2.5%（前值+2.4%），稍有增加，但“有效需求不足”仍未得到完全缓解。目前美国货币政策可能继续维持高利率，且一季度美国GDP不及预期，美国需求稍有放缓，制造业资本开支周期在高利率环境下依然难以开启，补库存的斜率会较为有限；加之

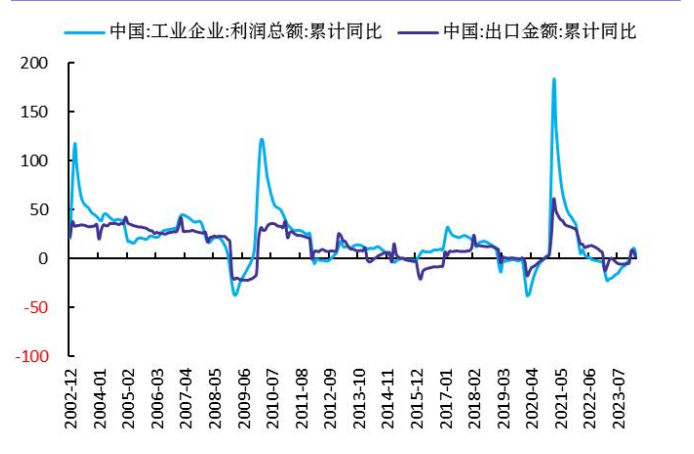
国内政府债一季度偏缓，二季度可能开始大规模发行，设备更新等需求端的政策效果还需时间释放，PPI 回正推迟至四季度。因此整体工业企业利润的复苏还需等待。

图 5. 根据 CRB 指数走势预测 PPI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 出口增速是工业企业利润增速的决定性因素 (%)

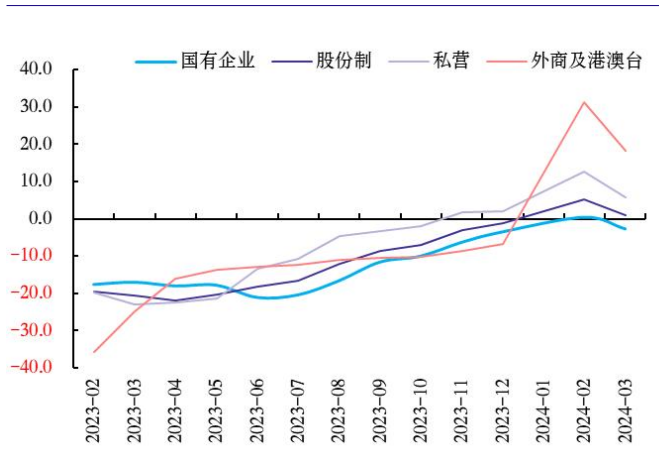


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

各所有制企业利润增速都有所放缓，国有企业利润转负。1-3 月国有及国有控股企业利润累计同比-2.6%（前值+0.5%），股份制企业利润累计同比 0.8%（前值 5.3%），私营企业利润累计同比 5.8%（前值+12.7%），是第二个月正增长，外资及港澳台企业利润累计同比 18.1%（前值 31.2%）。

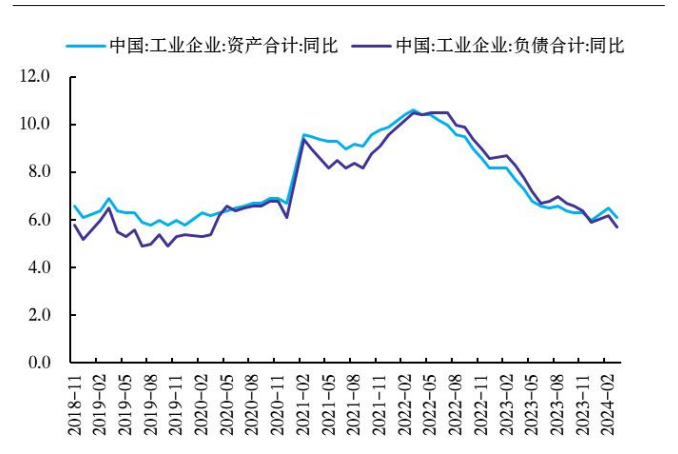
工业企业资产负债表仍在收缩。3 月工业企业负债同比+5.7%（前值+6.2%），资产同比+5.1%（前值+6.5%），2 月增速上行的动能未能保持。资产负债率维持在 57.3%，表明企业对资产负债表扩张继续维持观望。需求侧还需持续改善才能持续改善企业扩张信心。

图 7. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)

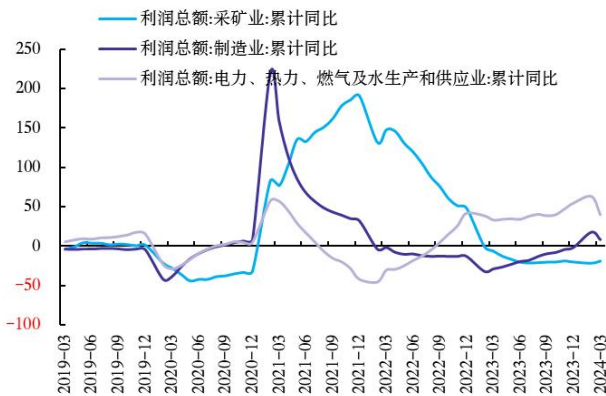


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、上下游行业利润发生快速变化，中游行业利润压制最低

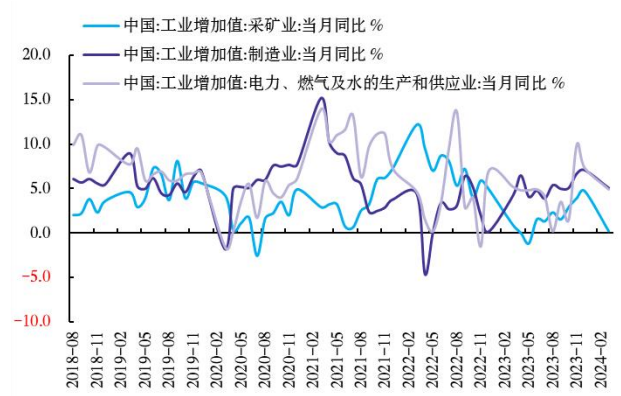
分三大类别来看，采矿业仍在下行，制造业增速放缓，公用事业继续保持高速增长。采矿业、制造业、公用事业利润累计同比分别为-18.5%（前值-21.1%）、7.9%（前值 17.40%）和 40.0%（前值 63.1%）。采矿业延续过去一年的低迷，依然维持-20%左右的负增长；制造业受去年低基数影响继续保持正增长，去年3月相比二月有所回暖，因此本次数据大部分行业趋势为3月比2月数据低但仍为正值，总体上增幅较上个月有所收窄，但两年复合为-10.75%，增速并未弥补去年缺口；公共事业利润仍然保持高速增长。

图 9. 工业三大类别：利润累计同比增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

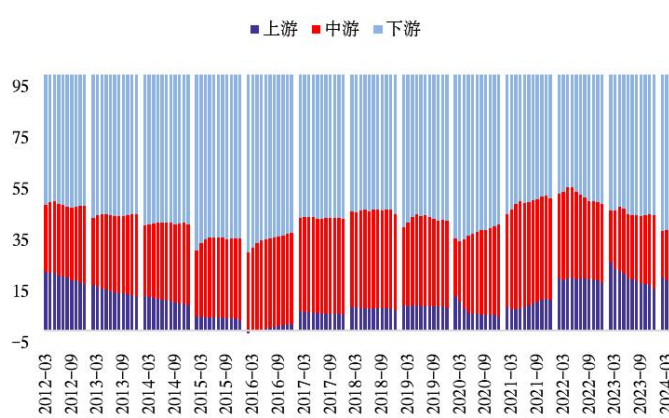
图 10. 工业三大类别：工业增加值：当月同比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

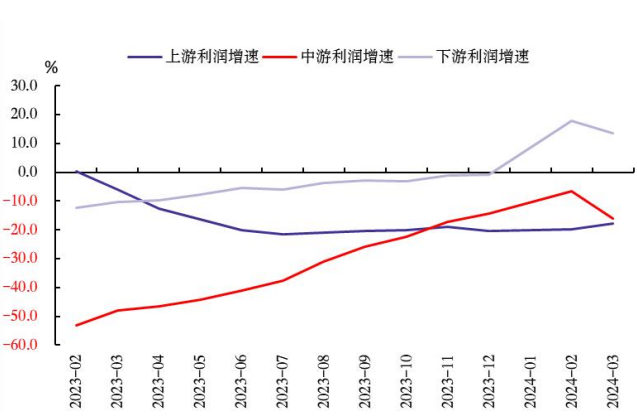
分上中下游来看，上中下行业利润仍在大幅跳转中，房地产的低迷压低中游利润。上游利润增速为-17.83%，中游-16.17%，下游+13.60%。其中，中游行业利润的下行中，69.8%是由非金属矿贡献，黑色金属冶炼、化学原料和化学制品业紧随其后。中游行业中，有色金属、化学纤维和塑料制品业拉动利润上行。下游行业利润上行，主要是由出口带动。

图 11. 上中下游利润占比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 12. 上中下游利润增速



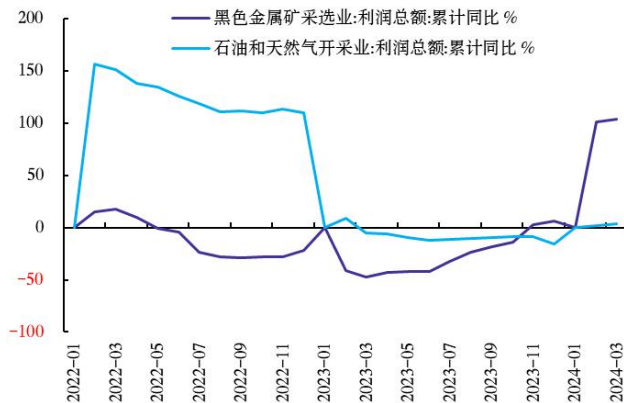
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

上游行业和下游行业利润发生快速变化，中游行业利润压至最低，行业结构变化加快。1 季度上游行业利润占比达到 19.7%，石油天然气和黑色金属价格快

速上行，中游的产能竞争反而利好上游，带来而来利润结构的扭曲。下游行业利润恢复至 60.8%，反而受益于中游行业利润下行。

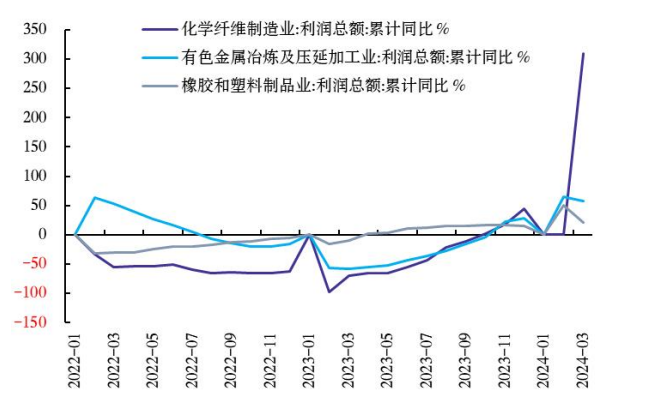
从利润变化来看，中游行业竞争激烈，产能平衡可能更快在黑色压延、非金属材料加工产业实现。“有效需求不足，部分行业产能过剩”为目前宏观经济的重点，部分产能过剩行业的主动调整已经在中游行业进行。现阶段这种中游行业的竞争惠及了上下游行业，但上游行业更多惠及了海外矿业，随着中游行业的调整下游行业可能紧随其后。

图 13. 油气和黑色金属开采受价格利好利润上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14. 化学纤维、有色金属冶炼和塑料制造拉动中游利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

细分行业来看，上游黑色和有色金属加工业利润继续快速增长，公用事业继续高增长。原材料方面，有色采选去年基数较高，本次利润降幅收窄至-14.9%（前值-25.8%），两年复合下降 0.55%，黑色采选利润延续高增长，本月录得 103.8%（前值 101.3%）；油气开采利润小幅提升至 3.8%（前值 1.8%），非金属矿采选利润增速大幅回落至 1.8%（前值 22.5%）。原材料加工方面，有色金属冶炼加工利润依然保持高速稳定增长，本月为 57.2%（前值 65.5%），石油煤炭及燃料加工利润较去年 12 月（26.9%）出现大幅下降，增速转负至-156.2%，木材加工保持正增长，增速小幅收窄至 10.1%（前值 19.0%）；制成品上，造纸及纸制品利润维持高速增长，本月录得 137.6%（前值 336.7%），橡胶利润增速回落至 21.5%（前值 50.2%），但仍保持较快速度，金属制品增速依然为正但回落至 6.7%（前值 27.8%）。公用事业方面总体保持高速增长但出现小幅回落，电力热力利润增长 47.5%（前值 69.4%）、水的生产和供应 42.0%（前值 69.4%）、燃气生产和供应增速转负值-2.0%（前值 18.8%）。

设备制造仍是增长重点，电子设备增长明显。汽车制造业利润受低基数效应维持高增速，但有所放缓，本月为 32.0%（前值 50.1%）；铁路船舶航空航天利润虽有所回落但仍保持较高增速，本月录得 45.8%（前值 90.1%），化学纤维制造利润大幅走高，本月为 310.2%（2023 年 12 月为 43.8%）、机械和设备修理高增速小幅收窄至 35.2%（前值 55.5%）；前期利润高速增长的行业出现增幅收窄，通用设备 7.9%（前值 20.7%）、计算机通信和电子设备 82.5%（前值 210.9%），其他制造 25.3%（前值 59.3%），家具制造 51.4%（前值 198.1%）；电气机械降幅扩大至-6.9%（前值-2.0%）；其他负增长的行业出现小幅改善，专用设备制造

利润累计同比-7.2%（前值-17.0%）、仪器仪表-2.8%（前值-3.2%）。

**下游消费保持平稳。**酒饮料和茶制造企业利润保持增长，录得 11.1%（前值 14.2%），烟草制品增速稳定，本月录得 3.7%（前值 3.9%）；食品制造利润增长升至 18.8%（前值 15.8%），纺织业增速有所回落至 25.0%（前值 51.1%），文教工美体育娱乐用品 34.7%（前值 50.4%）；医药制造降幅收窄至-2.7%（前值-4.4%）；农副食品加工利润转正至 2.0%（前值-7.3%）

**图 15. 工业企业子行业利润增速：累计同比**

行业		规上工业企 业整体	计算机通信 和电子设备	电气机械及 器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶 炼加工	化学原料化 学制品	有色金属冶 炼加工	石油煤炭及 燃料加工	非金属矿物 制品
营收占比		100.0%	11.1%	7.2%	7.9%	7.3%	6.2%	6.7%	5.9%	4.7%	3.6%
利润累 计同比 (%)	2024-03	4.3	82.5	-6.9	47.5	32.0	0.0	-3.5	57.2	-156.2	-54.2
	2024-02	10.2	210.9	-2.0	69.4	50.1	0.0	0.3	65.5	0.0	-32.1
	2023-12	-2.3	-8.6	15.7	71.9	5.9	157.3	-34.1	28.0	26.9	-23.9
行业		农副食品加 工	通用设备制 造	金属制品	煤炭开采和 洗选	专用设备制 造	橡胶和塑料 制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		3.9%	3.3%	3.2%	2.5%	2.7%	2.1%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
利润累 计同比 (%)	2024-03	2.0	7.9	6.7	-33.5	-7.2	21.5	-2.7	25.0	18.8	3.7
	2024-02	-7.3	20.7	27.8	-36.8	-17.0	50.2	-4.4	51.1	15.8	3.9
	2023-12	-11.0	10.3	4.5	-25.3	-0.4	14.6	-15.1	5.9	4.2	15.3
行业		燃气生产和 供应	酒饮料和茶 制造	文教工美体 育娱乐用品	造纸及纸制 品	纺织服装、 服饰	铁路船舶航 空航天	石油和天然 气开采	化学纤维制 造	废弃资源综 合利用	仪器仪表制 造
营收占比		1.9%	1.4%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
利润累 计同比 (%)	2024-03	-2.0	11.1	34.7	137.6	5.8	45.8	3.8	310.2	-37.6	-2.8
	2024-02	18.8	14.2	50.4	336.7	31.1	90.1	1.8	0.0	-59.3	-3.2
	2023-12	9.1	8.5	-1.7	4.4	-3.4	22.0	-16.0	43.8	-7.8	2.3
行业		皮毛羽和制 鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录 媒介	黑色金属矿 采选	有色金属矿 采选	非金属矿采 选	水的生产和 供应	其他制造	机械和设备 修理
营收占比		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%
利润累 计同比 (%)	2024-03	13.9	10.1	51.4	40.0	103.8	-14.9	1.8	42.0	25.3	35.2
	2024-02	21.3	19.0	198.1	57.0	101.3	-25.8	22.5	69.4	59.3	55.5
	2023-12	2.0	18.0	-6.6	1.7	6.7	8.1	0.6	10.0	-20.1	18.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1. 规模以上工业企业营收和利润累计同比 (%) .....	2
图 2. 规模以上工业企业利润当月同比: 已公布月份 (%) .....	2
图 3. 工业增加值 (%) .....	2
图 4. 工业产成品存增速与 PPI 都还在筑底阶段 .....	2
图 5. 根据 CRB 指数走势预测 PPI (%) .....	3
图 6. 出口增速是工业企业利润增速的决定性因素 (%) .....	3
图 7. 不同所有制类型工业企业利润增速 (%) .....	3
图 8. 规模以上工业企业负债增速继续回落 (%) .....	3
图 9. 工业三大类别: 利润累计同比增速 (%) .....	4
图 10. 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比 .....	4
图 11. 上中下游利润占比 (%) .....	4
图 12. 上中下游利润增速 .....	4
图 13. 油气和黑色金属开采受价格利好利润上行 .....	5
图 14. 化学纤维、有色金属冶炼和塑料制造拉动中游利润 .....	5
图 15. 工业企业子行业利润增速: 累计同比 .....	6

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn